

Mua vào (giữ nguyên)

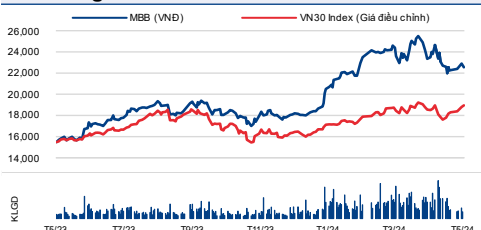
Giá mục tiêu: VNĐ27,900 (từ VNĐ26,100)

Tiềm năng tăng/giảm: 23.7%

Giá cổ phiếu (đồng) (8/5/2024)	22,550
Mã Bloomberg	MBB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	15,522-25,500
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	22,733
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	119,224
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	4,688
Slg CP lưu hành (tr.đv)	5,287
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,269
Slg CP NN được mua (tr.đv)	0
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	24.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	24.0%
Tỷ lệ freefloat	65.8%
Cổ đông lớn	luy , người liên quan (19.1%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(4.04)	(4.04)	45.7
So với chỉ số	(6.29)	(9.43)	19.0
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	3,950	4,344	(9.1)
2025F	4,412	5,171	(14.7)
2026F	5,347	6,193	(13.7)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

MBB là một ngân hàng có nguồn gốc từ quân đội và hiện sở hữu quy mô tài sản và tín dụng lớn nhất trong nhóm NH tư nhân. MBB hướng đến phát triển mô hình ngân hàng đa năng hàng đầu tại Việt Nam.

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Thanh Tùng, CFA

Chuyên Viên , Ngành Dịch Vụ Tài Chính
 tung.nguyenthanh@hsc.com.vn
 +84 24 3933 4693 Ext. 4869

Phạm Liên Hà, CFA

Giám đốc, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
 ha.plien@hsc.com.vn
 +84 24 3933 4693 Ext. 4852

Thông tin tiêu cực đã phản ánh, duy trì khuyến nghị Mua vào

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và tăng 6,9% giá mục tiêu lên 27.900đ (tiềm năng tăng giá 24%) trên cơ sở tác động tích cực từ việc chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2025 lớn hơn tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận.
- Chúng tôi giảm bình quân 7,1% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026 do triển vọng kém tích cực về NIM & chất lượng tài sản. Tuy nhiên, HSC kỳ vọng Ngân hàng sẽ vượt qua các khó khăn ngắn hạn nhờ lợi thế về cơ cấu cổ đông lành mạnh & chi phí huy động giá rẻ.
- Định giá của MBB – P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,06 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và tương đương các NHTM tương đồng – đang hấp dẫn. Những khó khăn có vẻ đã phản ánh vào định giá cổ phiếu hiện tại.

Sự kiện: Phân tích KQKD, đánh giá lại triển vọng

MBB đã công bố KQKD Q1/2024 với LNTT đạt 5.795 tỷ đồng, giảm 11% so với cùng kỳ (chậm dứt nhiều quý tăng trưởng liên tiếp) và chỉ bằng 19,5% dự báo của chúng tôi. Tỷ lệ nợ xấu tăng mạnh và tỷ lệ NIM sụt giảm trong kỳ làm gia tăng những lo ngại về chất lượng tài sản & triển vọng tăng trưởng; tuy nhiên, chúng tôi cho rằng những thông tin tiêu cực này đã phản ánh vào định giá hiện tại.

Tác động: Hạ dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

HSC giảm 3,8% dự báo lợi nhuận năm 2024 xuống 22,4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 8,2%) và giảm bình quân 8,5% dự báo giai đoạn 2025-2026 sau khi hạ bình quân 5,2% dự báo thu nhập lãi thuần và tăng bình quân 10,4% dự báo chi phí trích lập dự phòng. Những điều chỉnh này phản ánh quan điểm của chúng tôi gồm (1) tỷ lệ NIM sẽ gặp sức ép do Ngân hàng tham gia vào cuộc cạnh tranh lãi suất ở mảng khách hàng doanh nghiệp lớn để đẩy mạnh tăng trưởng tín dụng và (2) chi phí tín dụng gia tăng để giảm tỷ lệ nợ xấu (từ mức rất cao 2,5% trong Q1/2024).

Lưu ý rằng, EPS dự phóng giai đoạn 2024-2026 của chúng tôi thấp hơn bình quân khoảng 12,5% so với dự báo của thị trường một phần do chúng tôi loại trừ phần trích quỹ khen thưởng phúc lợi từ lợi nhuận thuần khi tính toán EPS (khoảng 7-7,5% dự báo lợi nhuận hợp nhất); cũng như việc HSC nhiều khả năng là đơn vị đầu tiên thực hiện điều chỉnh dự báo sau khi MBB công bố BCTC Q1/2024.

Định giá và khuyến nghị

Những khó khăn có vẻ đã được phản ánh sau khi giá cổ phiếu giảm 12,3% từ mức đỉnh gần đây, MBB đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,06 lần, thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 1,12 lần.

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đồng thời tăng 6,9% giá mục tiêu lên 27.900đ do tác động tích cực từ việc chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2025 lớn hơn tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo lợi nhuận. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 24% và P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,2 lần, tương đương bình quân nhóm NHTM tư nhân. Nếu bao gồm lợi suất cổ tức 2,2%, tổng lợi nhuận kỳ vọng một năm sẽ khoảng 26%.

HSC tin rằng MBB có những lợi thế bao gồm cơ cấu cổ đông lành mạnh & chi phí huy động thấp so với các NHTM tư nhân khác, từ đó làm giảm rủi ro tiềm ẩn về chất lượng tài sản & chi phí dự phòng.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 9/5.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Thu nhập lãi thuần (nghìn tỷ đồng)	36.0	38.7	42.4 ▼	57.9	69.3
Tổng thu nhập HĐ (nghìn tỷ đồng)	30.8	32.4	37.8 ▼	46.8	56.4
LN thuần (nghìn tỷ đồng)	17.5	20.7	22.4	25.3 ▼	30.7
EPS (đồng)	3,114	3,683	3,950 ▼	4,412 ▼	5,347
DPS (đồng)	0	436	504	576 ▲	661
BVPS (đồng)	14,619	17,851	21,278	25,041 ▼	29,726
P/E (lần)	7.24	6.12	5.71	5.11	4.22
Lợi suất cổ tức (%)	0	1.94	2.24	2.55	2.93
P/B (lần)	1.54	1.26	1.06	0.90	0.76
Tăng trưởng EPS (%)	34.0	18.3	7.24	11.7	21.2
ROAE (%)	25.8	24.5	21.8	20.6	21.1

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
 Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Tỷ lệ NIM và chất lượng tài sản suy yếu làm gia tăng lo ngại

Lợi nhuận thuần Q1/2024 giảm 9,8% xuống chỉ còn 4.533 tỷ đồng – gây thất vọng sau khi tăng trưởng 18,3% trong năm 2023 – do tỷ lệ NIM chịu sức ép & chi phí tín dụng tăng cao. Tuy nhiên, HSC kỳ vọng tỷ lệ NIM sẽ bắt đầu hồi phục từ Q2/2024 nhờ chi phí huy động tiếp tục giảm, nhưng sẽ không thể trở lại mức đỉnh như giai đoạn 2021-2022 do ảnh hưởng từ cuộc cạnh tranh về lãi suất ở phân khúc khách hàng doanh nghiệp lớn. Chi phí tín dụng có thể tăng so với mức thấp hơn-bình-thường của năm 2023 do dự phòng dư thừa đã sử dụng hết và đề bắt kịp với tỷ lệ nợ xấu mới hình thành. Chi phí dự phòng tăng lên nhìn chung sát với dự báo của chúng tôi.

Q1/2024: Phân tích KQKD và kết luận

Lợi nhuận thuần Q1/2024 bất ngờ sụt giảm 9,8%

MBB bất ngờ ghi nhận lợi nhuận thuần sụt giảm trong Q1/2024 do thu nhập lãi thuần giảm 11,4% (kết quả của việc NIM thu hẹp) và chi phí dự phòng tăng 46,4% (do tỷ lệ nợ xấu tăng mạnh) dẫn đến lợi nhuận thuần giảm 9,8% xuống 4.533 tỷ đồng, mặc dù thu nhập ngoài lãi tăng 73,5%. MBB đã phải ghi nhận lãi mua bán trái phiếu 1.182 tỷ đồng để bù đắp phần sụt giảm ở các mảng kinh doanh khác.

KQKD Q1/2024 trái ngược với đà tăng trưởng mạnh mẽ của MBB trong năm 2023 (lợi nhuận thuần tăng trưởng 18,3% đạt 20.677 tỷ đồng nhờ thu nhập lãi thuần tăng trưởng 7,4% & chi phí dự phòng giảm 24,4% so với cùng kỳ). Thu nhập lãi thuần tăng trưởng trong năm 2023 chủ yếu nhờ tín dụng tăng trưởng mạnh 28,1%, trong khi tỷ lệ NIM có xu hướng giảm. Chi phí dự phòng giảm 24,4% nhờ sử dụng dự phòng dư thừa được trích lập trong các năm trước đó, tuy nhiên nguồn dự phòng dư thừa này hiện đã giảm xuống mức thấp. Thu nhập ngoài lãi giảm 9,9% so với cùng kỳ do lãi thuần HĐ kinh doanh ngoại hối & lãi mua bán trái phiếu sụt giảm, trong khi lãi thuần HĐ dịch vụ đi ngang.

Bảng 1: Tóm tắt lợi nhuận năm 2023 & Q1/2024, MBB

Thu nhập lãi thuần và chi phí dự phòng là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận năm 2023 và Q1/2024 nhưng ảnh hưởng tới KQKD theo hướng trái ngược

Tỷ đồng	2022	2023	Tăng trưởng	Q1/2023	Q1/2024	% so với cùng kỳ
Thu nhập lãi thuần	36,023	38,684	7.4%	10,227	9,062	-11.4%
Thu nhập ngoài lãi	9,570	8,622	-9.9%	1,703	2,954	73.5%
Lãi thuần HĐ dịch vụ	4,136	4,085	-1.2%	690	945	37.1%
Lãi thuần HĐKD ngoại hối	1,704	1,210	-29.0%	371	461	24.5%
Lãi thuần mua bán trái phiếu	1,456	842	-42.2%	172	1,182	587.1%
Thu nhập khác	2,142	2,428	13.4%	467	364	-22.0%
Cổ tức	132	57	-56.7%	3	2	-52.4%
Tổng thu nhập HĐ	45,592	47,306	3.8%	11,930	12,017	0.7%
Chi phí HĐ	(14,816)	(14,913)	0.7%	(3,568)	(3,514)	-1.5%
Lợi nhuận trước trích lập dự phòng	30,776	32,393	5.3%	8,362	8,502	1.7%
Chi phí dự phòng	(8,048)	(6,087)	-24.4%	(1,850)	(2,707)	46.4%
LNTT	22,729	26,306	15.7%	6,512	5,795	-11.0%
Lợi nhuận thuần	17,482	20,677	18.3%	5,024	4,533	-9.8%

Nguồn: MBB, HSC

Tăng trưởng tín dụng kém tích cực sau khi tăng trưởng mạnh trong năm 2023

Tăng trưởng tín dụng hợp nhất Q1/2024 chỉ đạt 0,4% kể từ đầu năm (tăng 23,6% so với cùng kỳ) gồm tăng trưởng 0,2% tại Ngân hàng mẹ (tăng 23,7% so với cùng kỳ) và tăng trưởng 2,9% tại các công ty con (tăng 21% so với cùng kỳ). Trong đó, theo ước tính của chúng tôi, tín dụng của MBS tăng trưởng 5,3% và tín dụng của MCredit tăng trưởng 1,7%. Mức tăng này gây thất vọng so với mức tăng bình quân Q1 của Ngân hàng trong 3 năm qua ở mức khoảng 9,2%.

Theo quan điểm của chúng tôi, có hai nguyên nhân chính làm tăng trưởng chậm lại trong Q1/2024 bao gồm (1) nhu cầu tín dụng thấp của nền kinh tế và (2) các khoản

vay kỹ thuật (Mời xem giải thích ở phần sau) đáo hạn. Lưu ý rằng tăng trưởng tín dụng của MBB đạt mức rất cao trong năm 2023 (28,1%), cao thứ 2 trong ngành, chỉ thấp hơn HDB, và một nửa tăng trưởng được diễn ra trong Q4/2023. Theo chúng tôi, mức tăng trưởng này bao gồm 'các khoản vay kỹ thuật' (với tỷ lệ NIM thấp) để hoàn thành chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng trong năm. HSC dự báo tăng trưởng tín dụng sẽ tăng tốc trong Q2/2024 do nền kinh tế lấy lại được đà tăng trưởng, nhu cầu tín dụng tăng lên và hiệu ứng 'các khoản vay kỹ thuật' đáo hạn dần qua đi.

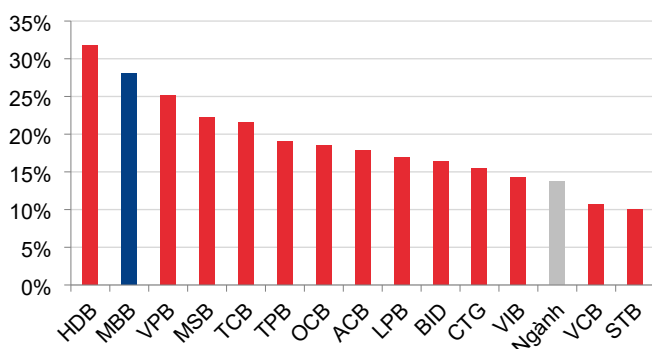
Theo phân khúc, tăng trưởng tín dụng cân bằng giữa phân khúc CIB & DNNVV và khách hàng cá nhân trong cả Q1/2024 và năm 2023. Trong Q1/2024, tín dụng khách hàng cá nhân tăng 0,3% trong khi phân khúc CIB & DNNVV tăng trưởng 0,9%, so với mức tăng trưởng lần lượt 24,6% và 30,8% trong năm 2023. Đây là xu hướng bình thường trong ngành kể từ năm 2023 do nhu cầu ở phân khúc khách hàng cá nhân & vay mua nhà rất thấp.

Theo ngành, trong Q1/2024, khoản vay của ngành công nghiệp & ngành BĐS tăng trưởng mạnh nhất với hơn 2.000 tỷ đồng/ngành (đóng góp 0,6% vào tổng mức tăng trưởng kể từ đầu năm). Trong khi đó, trong năm 2023, dư nợ cho vay ngành bán buôn & bán lẻ tăng mạnh nhất với 50,7 nghìn tỷ đồng (đóng góp 10% tổng mức tăng trưởng), tiếp theo là ngành công nghiệp (tăng 27,2 nghìn tỷ đồng, đóng góp 5,4% vào tổng mức tăng trưởng) và ngành BĐS (22 nghìn tỷ đồng, đóng góp 4,3% vào tổng mức tăng trưởng).

Về mặt huy động, tổng vốn huy động tăng chậm hơn tăng trưởng tín dụng (tăng trưởng 28,5% trong năm 2023 nhưng giảm 4,7% kể từ đầu năm), từ đó làm hệ số LDR điều chỉnh tăng lên 93,3% tại thời điểm cuối Q1/2024 từ 85,5% tại thời điểm cuối năm 2022. Trong đó, tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn được duy trì tốt ở mức 36,6% tiền gửi khách hàng (so với 40,2% tại thời điểm cuối năm 2023) và là một trong những ngân hàng có tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn cao nhất trong ngành.

Biểu đồ 2: Tăng trưởng tín dụng năm 2023, ngành Ngân hàng

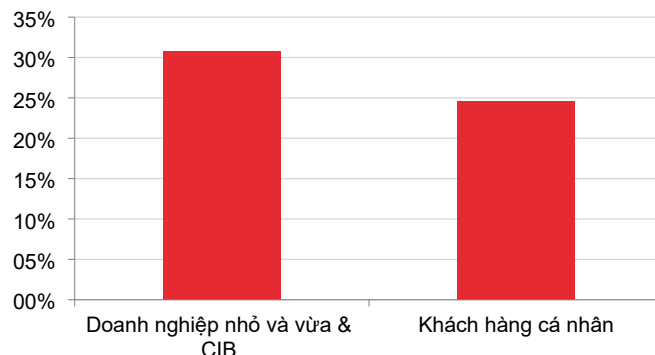
MBB xếp thứ 2 về tăng trưởng tín dụng trong năm 2023



Nguồn: MBB, SBV, HSC

Biểu đồ 3: Tăng trưởng tín dụng năm 2023 theo phân khúc, MBB

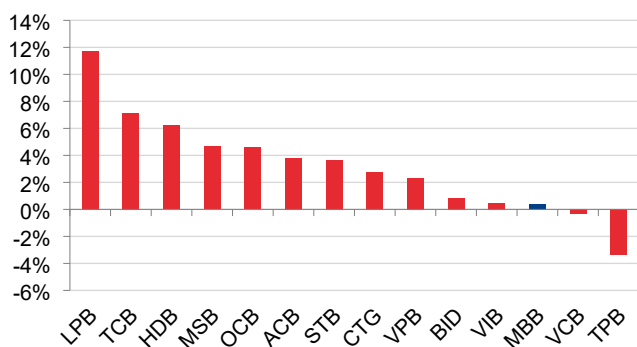
Tăng trưởng tín dụng cân bằng giữa các phân khúc



Nguồn: MBB, HSC

Biểu đồ 4: Tăng trưởng tín dụng so với đầu năm Q1/2024, các NHTM HSC khuyến nghị

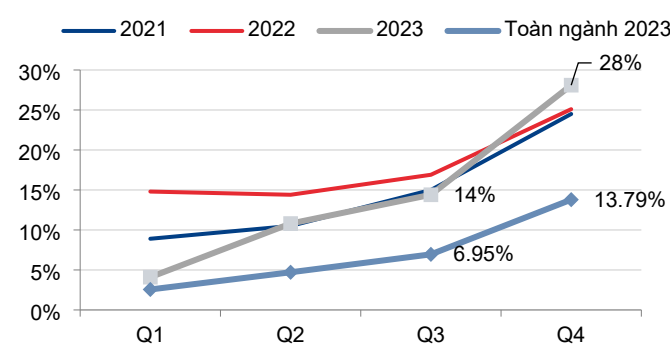
MBB tăng trưởng khiêm tốn trong Q1/2024



Nguồn: MBB, HSC

Biểu đồ 5: Tăng trưởng tín dụng so với đầu năm, MBB và ngành ngân hàng

Tín dụng (một phần được hạch toán kỹ thuật) tăng mạnh trong Q4/2023



Nguồn: MBB, SBV, HSC

Tỷ lệ NIM dự kiến hồi phục từ Q2/2024

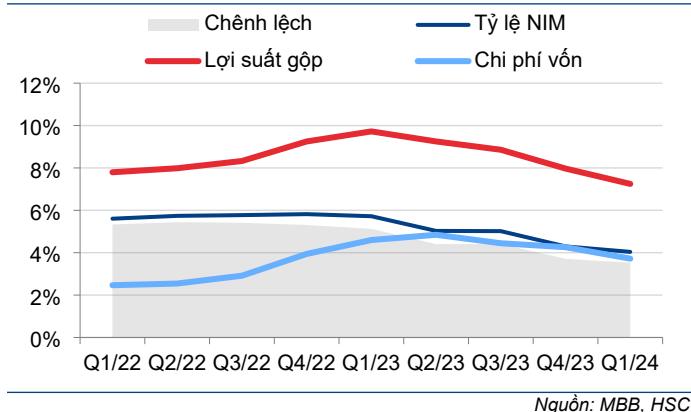
Tỷ lệ NIM của MBB đạt đỉnh 5,8% vào Q4/2022 và đã giảm từ thời điểm đó. Tỷ lệ NIM Q1/2024 giảm xuống 4% (giảm 30 điểm cơ bản so với quý trước và giảm 170 điểm cơ bản so với cùng kỳ và giảm 180 điểm cơ bản từ mức đỉnh). Sự sụt giảm này chủ yếu do lợi suất gộp giảm mạnh hơn chi phí huy động. Lợi suất gộp giảm từ 9,7% trong Q1/2023 xuống 7,2% trong Q1/2024 (giảm 250 điểm cơ bản) trong khi chi phí huy động chỉ giảm 90 điểm cơ bản, từ 4,6% trong Q1/2023 xuống 3,7% trong Q1/2024.

Một số nguyên nhân chính làm lợi suất gộp thu hẹp bao gồm (1) tài sản xấu tăng lên, (2) cạnh tranh lãi suất giữa các ngân hàng & các gói giảm lãi suất cho vay để hỗ trợ nền kinh tế và (3) lợi suất thấp ở các khoản vay kỹ thuật như đã đề cập ở trên.

HSC cũng quan sát thấy độ trễ giữa lãi suất tiền gửi và chi phí huy động ở hầu hết các ngân hàng, điều này là hệ quả từ việc các ngân hàng đã huy động một lượng tiền gửi đáng kể ở kỳ hạn 6-12 tháng vào Q4/2022 và Q1/2023, các khoản này sẽ được áp dụng mức lãi suất mới kể từ Q2/2023 & Q4/2023. Theo đó, chi phí huy động của MBB sẽ tiếp tục giảm xuống ngay cả khi lãi suất tiền gửi niêm yết vẫn đi đi ngang hoặc thấp chí tăng nhẹ.

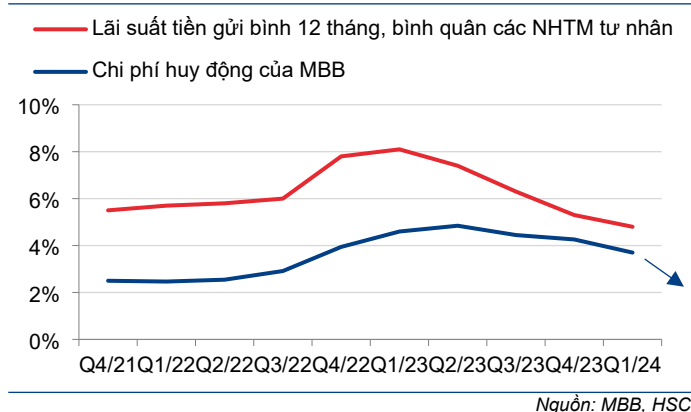
Biểu đồ 6: Tỷ lệ NIM, lợi suất & chi phí huy động, MBB

Chi phí huy động giảm chậm hơn lợi suất gộp



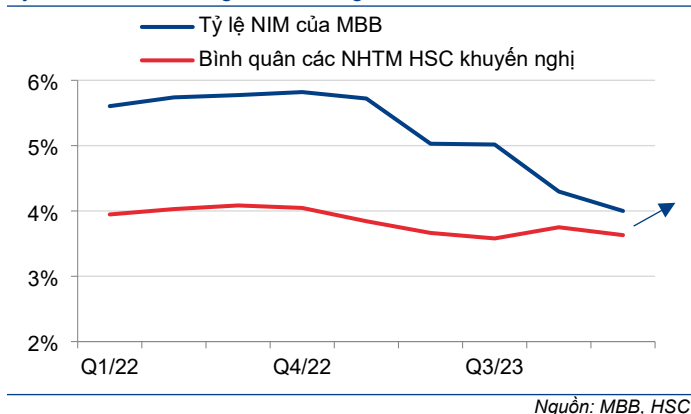
Biểu đồ 7: Lãi suất tiền gửi 12 tháng & chi phí huy động của MBB

HSC quan sát thấy độ trễ giữa lãi suất tiền gửi & chi phí huy động



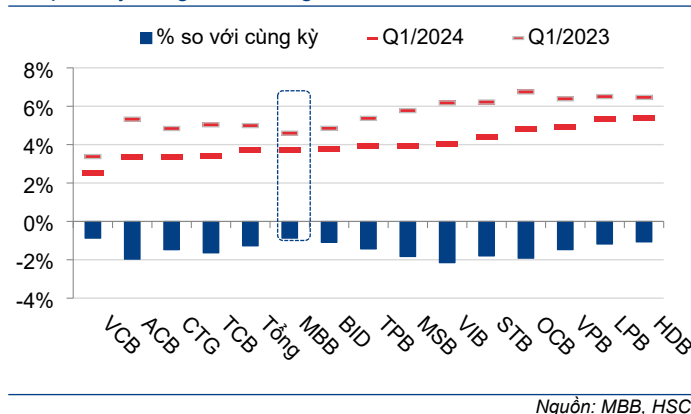
Biểu đồ 8: So sánh tỷ lệ NIM, MBB và các NHTM khác

Tỷ lệ NIM của MBB giảm về bằng mức của các NHTM khác



Biểu đồ 9: So sánh chi phí huy động, MBB và các NHTM khác

Chi phí huy động của MBB giảm chậm hơn các NHTM khác



Xu hướng sụt giảm tỷ lệ NIM của MBB tương đồng với ngành nhưng với tốc độ sụt giảm mạnh hơn. Nguyên nhân là do MBB kiểm soát chi phí huy động chưa hiệu quả (chỉ giảm 88 điểm cơ bản so với cùng kỳ) – mức sụt giảm thấp nhất trong số các NHTM tư nhân. HSC kỳ vọng tỷ lệ NIM của MBB đã chạm đáy vào Q1/2024 và bắt đầu hồi phục từ Q2/2024, dựa trên 3 luận điểm sau: (1) chi phí huy động có thể tiếp tục giảm xuống sau khi tất cả các khoản vốn huy động có lãi suất cao được định giá lại, từ đó giúp MBB trở lại vị thế một trong những ngân hàng có chi phí huy động thấp nhất trong ngành, (2) các khoản vay kỹ thuật theo thời gian sẽ dần được thay thế bởi

các khoản vay thực có lợi suất cao hơn và (3) triển vọng kinh tế cải thiện khởi sắc có thể đẩy mạnh nhu cầu tín dụng và giúp nâng cao khả năng đàm phán lãi suất của các NHTM nói chung.

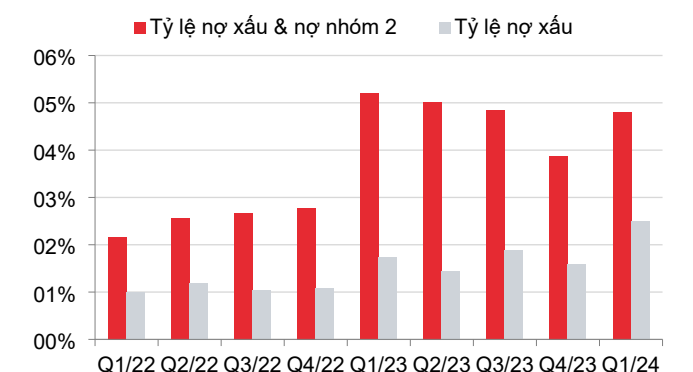
Dự phòng dư thừa đã sử dụng hết, chi phí dự phòng dự kiến sẽ tăng lên

Điều gì đã xảy ra với nợ xấu trong Q1/2024

Làn sóng thứ hai của sự suy giảm chất lượng tài sản xuất hiện trong Q1/2024, từ đó làm tỷ lệ nợ xấu và các khoản vay quá hạn tăng lên lần lượt 2,5% và 4,8%. Làn sóng này là do nợ liên đới theo CIC (khách hàng bị hạ cấp ở một ngân hàng sẽ bị hạ cấp ở các ngân hàng khác), chiếm khoảng 1/3 tỷ lệ nợ xấu (0,8% trong tổng số 2,5%) theo MBB. Tỷ lệ nợ xấu mới hình thành trượt 12 tháng vẫn đang có xu hướng tăng, ở mức 2,7% trong Q1/2024.

Biểu đồ 10: Tỷ trọng các khoản vay quá hạn/tổng nợ, MBB

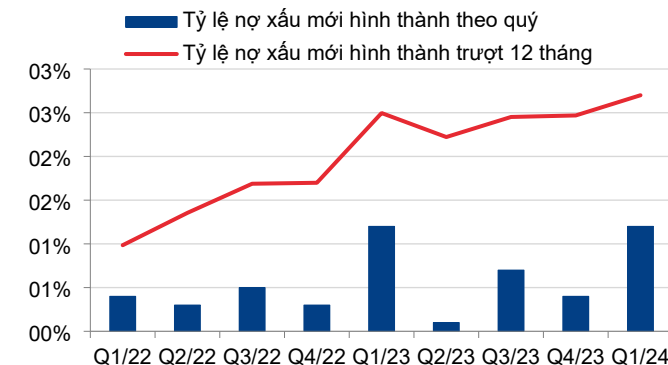
Tỷ lệ nợ xấu & các khoản vay quá hạn tăng đáng ngạc nhiên trong Q1/2024



Nguồn: MBB, HSC

Biểu đồ 11: Tỷ lệ nợ mới hình thành, MBB

Tỷ lệ nợ xấu tăng trở lại trong Q1/2024



Nguồn: MBB, HSC

BLĐ của MBB chia sẻ rằng sẽ kiểm soát chặt chẽ hơn tỷ lệ nợ xấu trong những quý tới, đặc biệt là nợ liên đới theo CIC. Ngân hàng cũng chia sẻ rằng một khách hàng nợ xấu liên đới sẽ thanh toán các khoản vay quá hạn tại ngân hàng khác và được phân loại trở lại nhóm 1 từ Q2/2024. Điều này có thể làm tỷ lệ nợ xấu giảm đáng kể (khoảng 3.300 tỷ đồng, chiếm 20% nợ xấu, theo ước tính của chúng tôi) và có thể hoàn nhập dự phòng trong những quý tới.

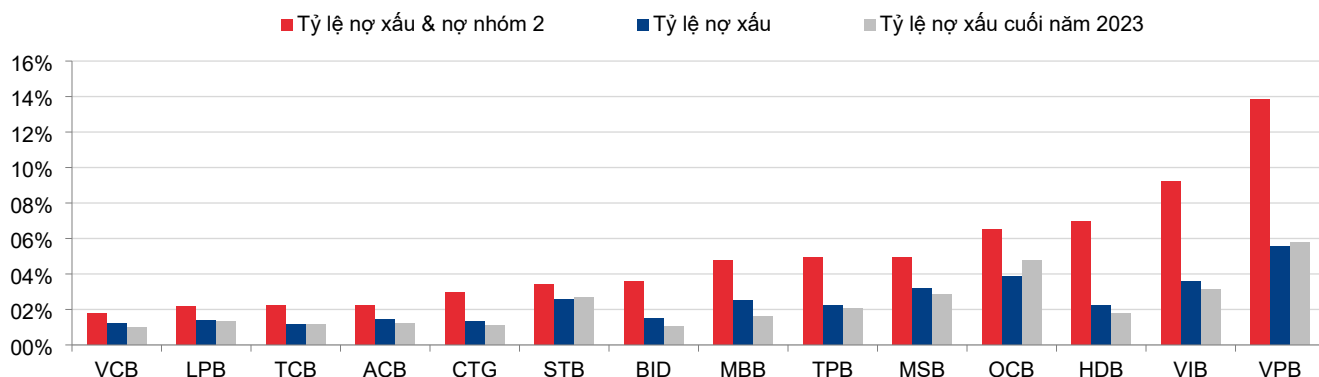
HSC cũng quan sát thấy một xu hướng tích cực khác về tỷ trọng tài sản khác & các khoản vay rủi ro. Tỷ lệ tài sản khác trên tổng tài sản của MBB thấp hơn đáng kể so với các NHTM tư nhân và đang giảm xuống theo thời gian, ở mức 3,1% tại thời điểm cuối năm 2023 (so với các NHTM khác là 5,5%). Ngoài ra, tỷ trọng TPDN và cho vay ngành BĐS & xây dựng giảm từ gần 20% tổng tín dụng Q1/2022 xuống 16,3% trong Q1/2024. Chúng tôi cho rằng tỷ trọng này là chấp nhận được và trong tầm kiểm soát.

Chất lượng tài sản của MBB: Kém hơn trước đó nhưng ở mức trung bình so với ngành

Ngay cả khi các khoản nợ quá hạn tăng mạnh trong Q1/2024, chất lượng tài sản của MBB vẫn cạnh tranh được với các NHTM tư nhân, đứng thứ 8 trong tổng số 14 ngân hàng thuộc danh sách khuyến nghị của HSC. Ngoài ra, với cơ cấu cổ đông của MBB, HSC tin rằng số liệu tài chính của Ngân hàng có thể phản ánh chính xác hơn chất lượng tài sản so với các NHTM tư nhân khác.

Biểu đồ 12: Các khoản vay quá hạn Q1/2024, các NHTM HSC khuyến nghị

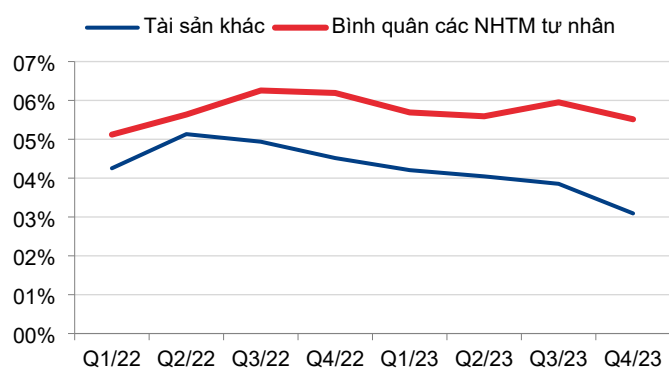
Tỷ lệ các khoản vay quá hạn của MBB ở mức vừa phải so với các NHTM khác



Nguồn: MBB, HSC

Biểu đồ 13: Tỷ trọng các tài sản khác/tổng tài sản, MBB

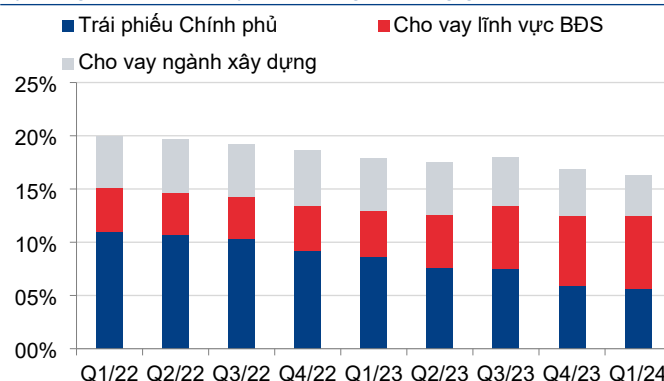
Tỷ trọng các tài sản khác giảm



Nguồn: MBB, HSC

Biểu đồ 14: Tỷ trọng các khoản cho vay rủi ro, MBB

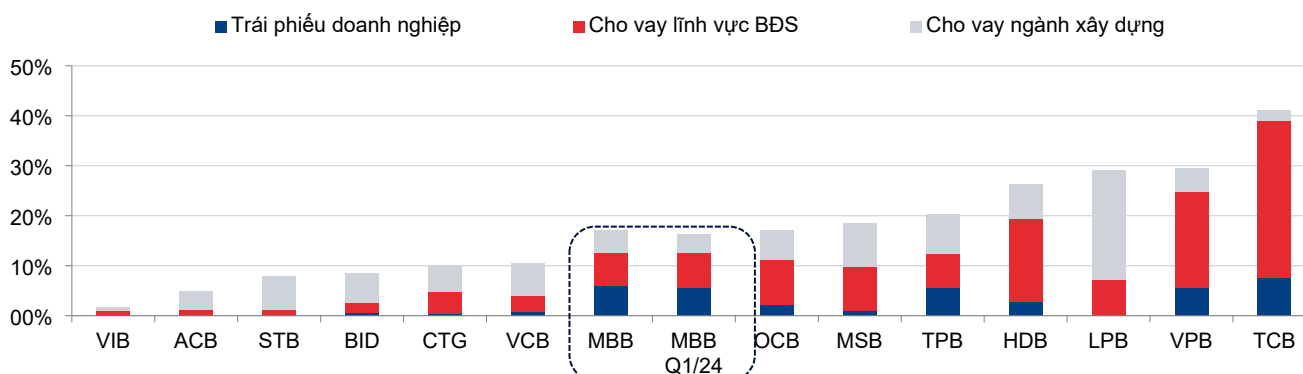
Tỷ trọng các khoản cho vay rủi ro/tổng tín dụng giảm



Nguồn: MBB, HSC

Biểu đồ 15: Tỷ trọng cho vay các mảng rủi ro đến cuối năm 2023, các NHTM HSC khuyến nghị

Tỷ trọng các khoản cho vay rủi ro của MBB vẫn trong tầm kiểm soát



Nguồn: MBB, HSC

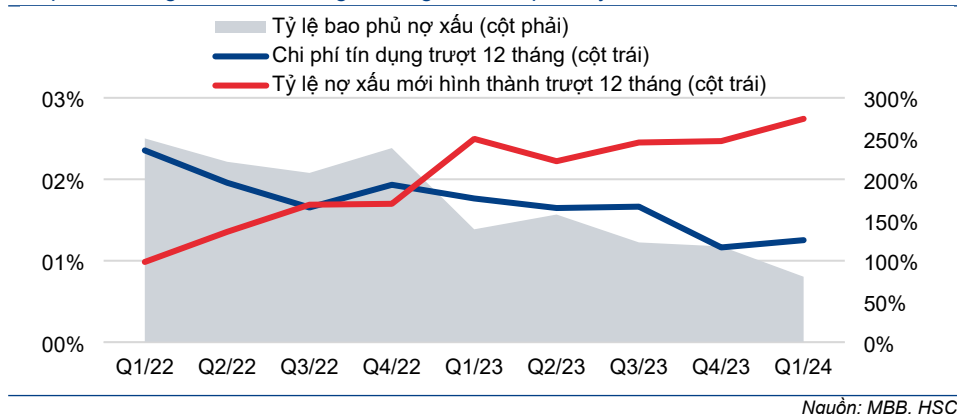
Điều gì xảy ra tiếp theo với chi phí dự phòng?

Trong năm 2023, HSC nhận thấy tỷ lệ nợ xấu mới hình thành tăng mạnh (từ 1,7% trong năm 2022 lên 2,5% trong năm 2023) kéo theo tỷ lệ nợ xấu của MBB tăng (từ 1,1% tại thời điểm cuối năm 2022 lên 1,6% tại thời điểm cuối năm 2023). Tuy nhiên, chi phí tín dụng của Ngân hàng thấp hơn kỳ vọng (chỉ là 1,1% so với 2% trong năm 2022) là nhờ dự phòng dư thừa tích lũy trong giai đoạn 2021-2022. Do hệ số bao phủ nợ xấu sát mức bình thường là 117,6% tại thời điểm cuối năm 2023 (tương đương mức 110,5% trong năm 2019), HSC tin rằng dự phòng dư thừa đã gần được sử dụng hết, từ đó làm gia tăng sức ép lên chi phí dự phòng kể từ năm 2024.

Mặc dù HSC giảm 9,5% dự báo chi phí trích lập dự phòng trong năm 2024 dựa trên thông tin tích cực về khả năng hoàn nhập dự phòng, chi phí dự phòng dự phóng năm 2024 vẫn cao hơn 51,7% so với năm 2023. Chúng tôi cũng tin rằng chi phí tín dụng sẽ ở mức cao trong năm 2025-2026 để bắt kịp với tỷ lệ nợ xấu mới hình thành và để giảm tỷ lệ nợ xấu xuống mức bình thường.

Biểu đồ 16: Chi phí tín dụng & nợ xấu mới hình thành, MBB

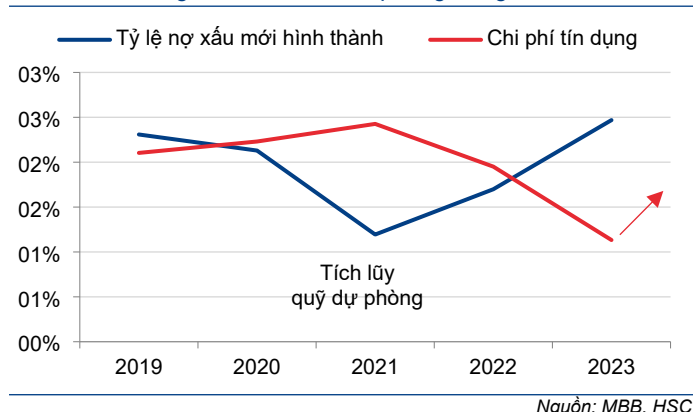
Chi phí tín dụng nhiều khả năng sẽ tăng để bắt kịp với tỷ lệ nợ xấu mới hình thành



Nguồn: MBB, HSC

Biểu đồ 17: Tỷ lệ nợ xấu mới hình thành & chi phí tín dụng, MBB

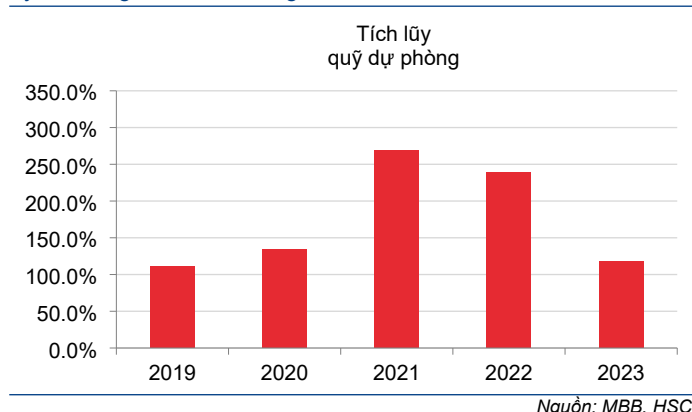
MBB đã sử dụng hết khoản dự phòng trong năm 2023



Nguồn: MBB, HSC

Biểu đồ 18: Tỷ lệ bao phủ nợ xấu, MBB

Tỷ lệ LLR giảm mạnh trong năm 2023



Nguồn: MBB, HSC

Lãi thuần HĐ dịch vụ hồi phục ấn tượng, lãi mua bán trái phiếu tăng lên

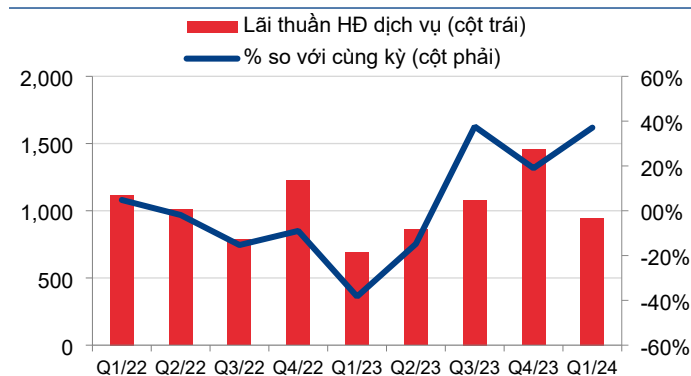
Lãi thuần HĐ dịch vụ: Hồi phục ấn tượng từ đáy

Trong Q1/2024, lãi thuần HĐ dịch vụ tăng 42% đạt 945 tỷ đồng, chủ yếu nhờ phí dịch vụ thanh toán & ngân quỹ (phí dịch vụ tăng 48% so với cùng kỳ) trong khi mảng bancassurance vẫn chưa phục hồi (giảm 8,9% so với cùng kỳ và giảm 15,1% so với quý trước).

Theo chúng tôi, thị trường bảo hiểm nhân thọ sẽ tiếp tục gặp khó khăn trong năm 2024 do Bộ Tài chính dự kiến ban hành thêm các quy định để kiểm soát hoạt động bán chéo bảo hiểm (bancassurance). Lãi thuần HĐ dịch vụ có thể tăng chậm lại từ Q2/2024 do không còn hiệu ứng nền thấp của cùng kỳ năm trước. HSC tin rằng động lực chính cho tăng trưởng lãi thuần HĐ dịch vụ năm nay sẽ tới từ lợi nhuận nghiệp vụ môi giới chứng khoán (MBS), phí dịch vụ thanh toán & ngân quỹ và các phí khác. Sự hồi phục của phí bancassurance, nếu xảy ra, nhiều khả năng sẽ không đáng kể.

Biểu đồ 19: Lãi thuần HĐ dịch vụ (tỷ đồng), MBB

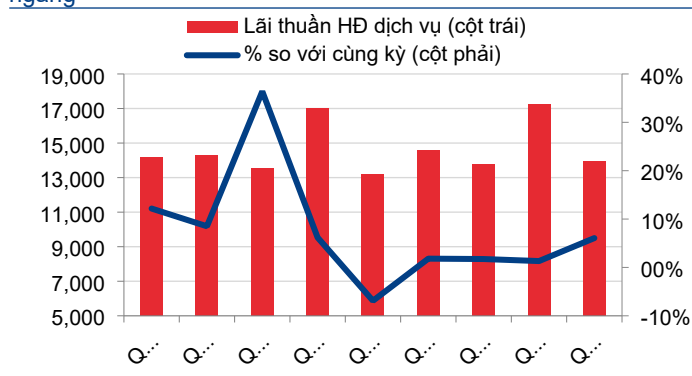
Xu hướng hồi phục có thể sẽ chậm lại từ Q2/2024



Nguồn: MBB, HSC

Biểu đồ 20: Tổng lãi thuần HĐ dịch vụ (tỷ đồng), các NHTM HSC khuyến nghị

Tổng lãi thuần HĐ dịch vụ các NHTM HSC khuyến nghị duy trì đi ngang



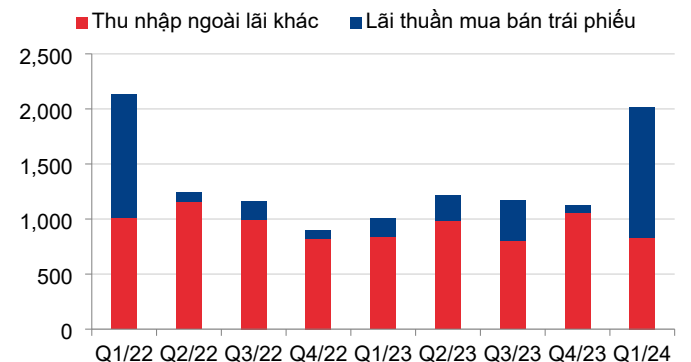
Nguồn: MBB, HSC

Ghi nhận lợi nhuận từ danh mục TPCP

Do mặt bằng lãi suất vẫn thấp & lợi suất trái phiếu sụt giảm, lãi mua bán trái phiếu của ngành ngân hàng có xu hướng tăng lên kể từ Q2/2023 để bù đắp phần gia tăng của chi phí dự phòng. Mặt khác, MBB không ghi nhận nhiều lãi mua bán trái phiếu trong năm 2023 do chi phí tín dụng thấp như đã đề cập ở trên. Trong năm 2024, HSC tin rằng lãi mua bán trái phiếu của MBB sẽ tăng lên và điều này đã thể hiện trong KQKD Q1 (1.182 tỷ đồng, tăng 587% so với cùng kỳ), từ đó giúp bù đắp tác động tiêu cực từ việc gia tăng của chi phí dự phòng trong năm nay.

Biểu đồ 21: Thu nhập ngoài lãi khác (tỷ đồng), MBB

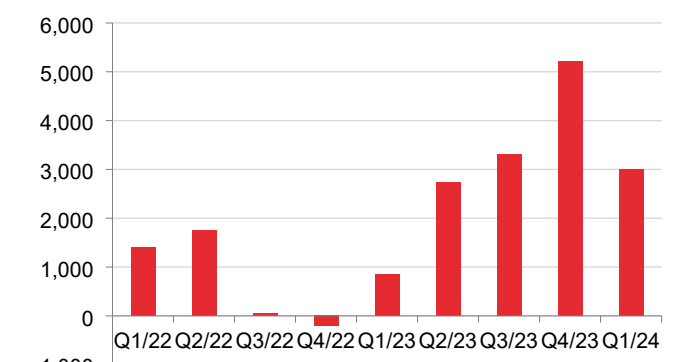
MBB bắt đầu ghi nhận lãi thuần mua bán trái phiếu từ Q1/2024



Nguồn: MBB, HSC

Biểu đồ 22: Lãi thuần mua bán trái phiếu (tỷ đồng), các NHTM HSC khuyến nghị

Lãi thuần mua bán trái phiếu bắt đầu tăng từ Q2/2023



Nguồn: MBB, HSC

HSC giảm bình quân 7,1% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

HSC giảm 3,8% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 xuống 22,4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 8,2%) và giảm bình quân 8,5% dự báo năm 2025-2026 sau khi hạ dự báo tỷ lệ NIM và nâng dự báo chi phí tín dụng. Mặc dù chúng tôi tin rằng tỷ lệ NIM sẽ bắt đầu hồi phục từ Q2/2024, tỷ lệ NIM cả năm 2024 được dự báo sẽ giảm 50 điểm cơ bản so với cùng kỳ xuống 4,3% trước khi tăng lên 4,9% vào năm 2025 (tăng 60 điểm cơ bản so với cùng kỳ). Chúng tôi cũng hạ dự báo chi phí tín dụng xuống 1,36% từ 1,63% (nhưng vẫn tăng 23 điểm cơ bản so với cùng kỳ) nhờ những thông tin tích cực gần đây (khách hàng nợ xấu có thể trả nợ và sẽ được phân loại lại vào nhóm 1) nhưng tăng 12 điểm cơ bản dự báo năm 2025-2026 lên 1,74%-1,77% để bắt kịp với tỷ lệ nợ xấu mới hình thành và đưa tỷ lệ nợ xấu trở lại mức bình thường.

Hạ dự báo lợi nhuận

Giả định chính và quan điểm của chúng tôi như sau:

- **Tăng trưởng tín dụng:** HSC duy trì giả định tăng trưởng tín dụng Ngân hàng mẹ đạt 20% trong giai đoạn 2024-2026 do chúng tôi tin rằng MBB sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt hơn các NHTM tư nhân khác (dự báo tăng trưởng bình quân 14-15%) nhờ những nguyên nhân sẽ được đề cập ở bên dưới. Tuy nhiên, chúng tôi hạ dự báo tăng trưởng của Mcredit do không nhận thấy động lực tăng trưởng từ công ty này.
- **Tăng trưởng tiền gửi:** HSC nâng dự báo tăng trưởng tiền gửi để giảm dần tỷ lệ LDR từ 88,3% tại thời điểm cuối năm 2023 xuống 85% trong 5 năm tới.
- **Tỷ lệ NIM:** HSC hạ dự báo tỷ lệ NIM năm 2024 do chúng tôi chưa nhận thấy sự hồi phục trong Q1/2024 và triển vọng hồi phục mạnh mẽ hiện vẫn chưa rõ ràng. Đối với năm 2025-2026, chúng tôi hạ dự báo chủ yếu do lo ngại về cạnh tranh lãi suất. Với quy mô khá lớn hiện tại của MBB, để duy trì mức tăng trưởng cao, Ngân hàng sẽ cần tham gia vào các cuộc cạnh tranh lãi suất với 4 NHTM lớn có vốn nhà nước ở mảng khách hàng doanh nghiệp lớn.
- **Chi phí tín dụng:** HSC hạ dự báo chi phí tín dụng năm 2024 từ 1,63% xuống 1,36% (vẫn tăng 23 điểm cơ bản so với cùng kỳ) nhờ những thông tin tích cực gần đây, nhưng tăng bình quân 12 điểm cơ bản dự báo năm 2025-2026 lên lần lượt 1,74%-1,77% để bắt kịp với tỷ lệ nợ xấu mới hình thành và đưa tỷ lệ nợ xấu trở lại mức bình thường.

Bảng 23: Giả định chủ chốt, MBB

Những điều chỉnh quan trọng bao gồm hạ giả định tỷ lệ NIM & tăng giả định chi phí tín dụng

	2023	Dự báo cũ				Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F		2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng tín dụng	28.1%	20.0%	20.0%	20.0%		20.0%	19.6%	19.7%
Tăng trưởng tiền gửi	27.94%	20.0%	20.0%	20.0%		20.3%	26.9%	21.9%
Tỷ lệ NIM	4.79%	5.40%	5.40%	5.41%		4.29%	4.88%	4.76%
Tỷ lệ nợ xấu	1.60%	1.55%	1.38%	1.25%		1.70%	1.60%	1.40%
Chi phí tín dụng	1.13%	1.63%	1.63%	1.63%		1.36%	1.77%	1.74%
Nợ xấu mới hình thành	2.47%	1.60%	1.60%	1.60%		1.96%	2.00%	1.80%

Nguồn: HSC

Bảng 24: Giả định chi tiết về tỷ lệ NIM, MBB

Thay đổi quan trọng là hạ giả định lợi suất gộp

	2023	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Lợi suất gộp (%)	8.56%	8.39%	8.46%	8.44%	7.14%	7.86%	7.91%
Điều chỉnh					-125.2 điểm cơ bản	-59.5 điểm cơ bản	-53.0 điểm cơ bản
Chi phí huy động (%)	4.34%	3.41%	3.49%	3.45%	3.29%	3.43%	3.60%
Điều chỉnh					-12.7 điểm cơ bản	-6.1 điểm cơ bản	14.8 điểm cơ bản
Tỷ lệ NIM (%)	4.79%	5.40%	5.40%	5.41%	4.29%	4.88%	4.76%
Điều chỉnh					-110.9 điểm cơ bản	-52.2 điểm cơ bản	-64.5 điểm cơ bản

Nguồn: HSC

Từ đó, HSC giảm 14,2% dự báo thu nhập lãi thuần xuống 42.382 tỷ đồng (tăng trưởng 9,6%) do hạ giả định tỷ lệ NIM, trong khi chúng tôi tăng 20,6% dự báo thu nhập ngoài lãi lên 11.276 tỷ đồng (tăng trưởng 30,8%). Động lực chính giúp đẩy mạnh thu nhập ngoài lãi trong năm 2024 đến từ lãi mua bán trái phiếu, trong những năm sau đó, lãi thuần HĐ kinh doanh ngoại hối có thể sẽ tăng lên nhờ Ngân hàng tập trung nhiều hơn vào phân khúc khách hàng FDI. Kể từ năm 2026, HSC kỳ vọng thu nhập từ thu hồi nợ xấu (trong thu nhập khác) sẽ đóng góp tỷ trọng lớn hơn vào tổng thu nhập ngoài lãi do nền kinh tế được dự báo sẽ hồi phục mạnh hơn. Đối với chi phí hoạt động, HSC tin rằng MBB sẽ kiểm soát chặt chẽ chi phí này trong năm nay và dự báo mức tăng nhẹ 6,1% so với cùng kỳ.

Lợi nhuận thuần được dự báo tăng trưởng 8,2% đạt 22.379 tỷ đồng trong năm 2024, hoàn thành kế hoạch đặt ra tại ĐHCĐ năm 2024. Sự hồi phục mạnh dự kiến sẽ diễn ra từ năm 2026.

Bảng 25: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, MBB

Những điều chỉnh quan trọng bao gồm hạ giả định thu nhập lãi thuần, tăng giả định thu nhập ngoài lãi & tăng giả định chi phí tín dụng

	2023	Dự báo cũ			Dự báo mới		
	2023	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Thu nhập lãi thuần	38,684	49,415	59,304	70,232	42,382	57,903	69,276
Tăng trưởng		27.7%	20.0%	18.4%	9.6%	36.6%	19.6%
Điều chỉnh					-14.2%	-2.4%	-1.4%
Tổng thu nhập ngoài lãi	8,622	9,352	10,721	12,251	11,276	11,061	13,633
Tăng trưởng		8.5%	14.6%	14.3%	30.8%	(1.9%)	23.3%
Điều chỉnh					20.6%	3.2%	11.3%
Tổng thu nhập HĐ	47,306	58,768	70,025	82,482	53,658	68,964	82,909
Tăng trưởng		24.2%	19.2%	17.8%	13.4%	28.5%	20.2%
Điều chỉnh					-8.7%	-1.5%	0.5%
Chi phí HĐ	-14,913	-18,758	-21,715	-25,800	-15,820	-22,131	-26,480
Tăng trưởng		25.8%	15.8%	18.8%	6.1%	39.9%	19.6%
Điều chỉnh					-15.7%	1.9%	2.6%
Lợi nhuận HĐ trước trích lập dự phòng	32,393	40,010	48,311	56,682	37,839	46,833	56,429
Tăng trưởng		23.5%	20.7%	17.3%	16.8%	23.8%	20.5%
Điều chỉnh					-5.4%	-3.1%	-0.4%
Chi phí dự phòng	-6,087	-10,206	-12,247	-14,697	-9,234	-14,549	-17,246
Tăng trưởng		67.7%	20.0%	20.0%	51.7%	57.6%	18.5%
Điều chỉnh					-9.5%	18.8%	17.3%
LNTT	26,306	29,804	36,064	41,985	28,605	32,283	39,183
Tăng trưởng		13.3%	21.0%	16.4%	8.7%	12.9%	21.4%
Điều chỉnh					-4.0%	-10.5%	-6.7%
Lợi nhuận thuần	20,677	23,258	28,178	32,814	22,379	25,259	30,656
Tăng trưởng		12.5%	21.2%	16.5%	8.2%	12.9%	21.4%
Điều chỉnh					-3.8%	-10.4%	-6.6%

Nguồn: HSC

Bảng 26: Dự báo chi tiết về thu nhập ngoài lãi, MBB

HSC dự báo lãi thuần mua bán trái phiếu sẽ cao bắt đầu trong năm 2024

	2023	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Thu nhập lãi thuần	4,085	4,290	4,934	5,674	4,360	5,150	6,162
Tăng trưởng		5.0%	15.0%	15.0%	6.7%	18.1%	19.6%
Điều chỉnh					1.6%	4.4%	8.6%
Lãi thuần HĐKD ngoại hối	1,210	1,320	1,386	1,455	1,532	1,803	2,157
Tăng trưởng		9.1%	5.0%	5.0%	26.6%	17.7%	19.6%
Điều chỉnh					16.0%	30.0%	48.2%
Lãi thuần mua bán trái phiếu	842	1,104	1,327	1,522	2,798	1,575	1,989
Tăng trưởng		31.1%	20.2%	14.8%	232.3%	(43.7%)	26.3%
Điều chỉnh					153.4%	18.7%	30.7%
Thu nhập vốn CSH	57	54	54	54	58	59	59
Tăng trưởng		(4.8%)	—	—	1.8%	1.9%	—
Điều chỉnh					6.9%	8.9%	8.9%
Thu nhập khác	2,428	2,583	3,020	3,544	2,529	2,474	3,266
Tăng trưởng		6.4%	16.9%	17.4%	4.1%	(2.2%)	32.0%
Điều chỉnh					(2.1%)	(18.1%)	(7.9%)
Tổng thu nhập ngoài lãi	8,622	9,352	10,721	12,251	11,276	11,061	13,633
Tăng trưởng		8.5%	14.6%	14.3%	30.8%	(1.9%)	23.3%
Điều chỉnh					20.6%	3.2%	11.3%

Nguồn: HSC

Kế hoạch năm 2024: Lợi nhuận tăng trưởng khiêm tốn, tỷ lệ nợ xấu dưới 2%

Theo kế hoạch thông qua tại ĐHCĐ, LNTT năm 2024 đặt kế hoạch tăng trưởng 6-8% đạt khoảng 28.000 tỷ đồng trên cơ sở tăng trưởng tín dụng đạt 15-16%. Kế hoạch này thấp hơn đáng kể so với tốc độ CAGR trong 5 năm qua với tín dụng tăng trưởng 23,9% và LNTT tăng trưởng khoảng 27,6%. Tỷ lệ nợ xấu đặt mục tiêu dưới 2% (2023: 1,6%, tiêu chuẩn của NHNN: dưới 3%).

HSC lạc quan hơn đối với tăng trưởng tín dụng của MBB dựa lịch sử tăng trưởng cao hơn bình quân ngành và việc tham gia vào thương vụ tái cấu trúc 'ngân hàng 0 đồng'. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá kém tích cực hơn đối với triển vọng lợi nhuận của Ngân hàng do tỷ lệ NIM hồi phục chậm và tỷ lệ nợ xấu mới hình thành cao cùng xu hướng tăng của tỷ lệ nợ xấu trong Q1/2024.

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với MBB đồng thời tăng giá mục tiêu lên 27.900đ (tiềm năng tăng giá 24%) sau khi chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2025. Bất chấp những thông tin tiêu cực gần đây (tỷ lệ nợ xấu tăng mạnh & tỷ lệ NIM giảm xuống), HSC tin rằng Ngân hàng có nền tảng rất vững chắc và cơ cấu cổ đông minh bạch, từ đó sẽ giúp MBB vượt qua những khó khăn trong ngắn hạn. Lưu ý rằng dự báo và định giá mới của chúng tôi đã phản ánh những rủi ro nội tại của MBB.

Giá mục tiêu tại thời điểm giữa năm 2025 là 27.900đ

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với MBB do chúng tôi tin rằng Ngân hàng có những lợi thế gồm cơ cấu cổ đông lành mạnh và chi phí huy động thấp so với các NHTM tư nhân khác, từ đó làm giảm rủi ro tiềm ẩn đối với chất lượng tài sản và giảm áp lực từ chi phí dự phòng tăng lên.

HSC tăng 6,9% giá mục tiêu lên 27.900đ sau khi chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2025. Chúng tôi áp dụng mô hình định giá thu nhập thặng dư với COE (chi phí vốn) giữ nguyên ở mức 17,3%, tương đương giả định trong mô hình dự báo trước đó, và hệ số ROE được dự phóng giảm về bằng với COE trong dài hạn. COE được tính toán với phần bù rủi ro vốn CSH là 9,5%, cao hơn 1% so với giả định chung cho các NHTM trong danh sách khuyến nghị. Phần bù rủi ro vốn CSH cao hơn để bù đắp cho rủi ro tiềm ẩn từ danh mục cho vay của MBB (tỷ trọng TPDN và cho vay ngành BĐS cao). Với định giá hiện tại, tiềm năng tăng giá là 24% và P/B dự phóng năm 2024 là 1,2 lần, tương đương bình quân nhóm NHTM tư nhân.

Bảng 27: Định giá theo phương pháp thu nhập thặng dư, MBB

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F
Lợi nhuận thuần	20,700	23,364	28,357	33,539	41,172	47,107	54,483	62,388	70,711	71,859
Chi phí vốn CSH	-16,044	-19,462	-22,976	-27,275	-32,380	-38,700	-46,850	-56,275	-67,068	-71,859
Lợi nhuận thặng dư	4,657	3,902	5,381	6,264	8,792	8,407	7,633	6,112	3,642	0
Giá trị dài hạn										0
Hệ số chiết khấu đến cuối năm 2024	100%	85.3%	72.7%	62.0%	52.8%	45.0%	38.4%	32.7%	27.9%	23.8%
Giá trị hiện tại đến cuối năm 2024	4,657	3,327	3,912	3,882	4,645	3,787	2,931	2,001	1,017	0
Giá trị hiện tại của lợi nhuận thặng dư từ năm 2025	25,502									
Giá trị sổ sách cuối năm 2024	112,141									
Giá trị vốn CSH	137,643									
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	5,287									
Giá mục tiêu cuối năm 2024	26,000									
Giá mục tiêu giữa năm 2025	27,900									

Nguồn: HSC

Bảng 28: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, MBB

HSC đưa ra giá mục tiêu 27.900đ dựa trên giả định lãi suất phi rủi ro là 4% & phần bù rủi ro vốn CSH là 9,5% (bao gồm phần bù rủi ro thị trường là 8,5% & phần bù rủi ro cụ thể là 1%)

Đồng		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.5%	31,200	30,400	29,700	29,100	28,400
	9.0%	30,200	29,500	28,800	28,100	27,500
	9.5%	29,200	28,500	27,900	27,300	26,700
	10.0%	28,300	27,700	27,000	26,500	25,900
	10.5%	27,400	26,800	26,200	25,700	25,100

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu MBB đã giảm 12,3% từ mức đỉnh 25.700đ vào ngày 28/3/2024 do những lo ngại về chất lượng tài sản và tăng trưởng lợi nhuận trong năm nay. MBB đang giao dịch với P/B dự phóng là 1,06 lần, so với bình quân nhóm NHTM tư nhân và thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 1,12 lần. Chúng tôi tin rằng giá cổ

phiếu điều chỉnh đã phản ánh những thông tin tiêu cực và từ đó đem lại cơ hội tốt cho nhà đầu tư mua vào.

Biểu đồ 29: P/B trượt dự phóng 1 năm, MBB

MBB hiện giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,06 lần...



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 30: Độ lệch chuẩn so với giá trị P/B bình quân, MBB

...thấp hơn 0,4 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 1,2 lần



Nguồn: Bloomberg, HSC

Bảng 31: So sánh định giá các NHTM Việt Nam HSC khuyến nghị

Ngân hàng	Thị giá Đồng	Khuyến nghị	Giá mục tiêu Đồng	P/B (lần)			ROE (%)			Tăng trưởng EPS (%)		P/B tại giá mục tiêu (lần)	
				2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2024F	2025F	2023	2024F
ACB	27,550	Mua vào	32,900	1.51	1.26	1.05	24.8	23.1	22.6	10.4	17.9	1.80	1.51
BID	49,800	Nắm giữ	49,600	2.41	1.92	1.67	20.0	18.5	18.4	18.1	14.0	2.40	1.91
CTG	32,600	Mua vào	38,300	1.38	1.22	1.06	17.3	17.8	18.6	14.8	24.7	1.62	1.43
HDB	24,100	Tăng tỷ trọng	26,600	1.57	1.25	1.01	24.7	24.6	23.7	22.3	19.8	1.73	1.38
LPB	20,300	Giảm tỷ trọng	14,500	1.59	1.40	1.22	19.2	12.5	16.0	5.8	23.7	1.13	1.00
MBB	22,550	Mua vào	27,900	1.26	1.06	0.90	22.7	20.2	19.0	7.2	11.7	1.56	1.31
MSB	14,150	Mua vào	17,300	0.90	0.77	0.66	16.0	16.2	16.5	18.8	19.4	1.11	0.94
OCB	14,050	Tăng tỷ trọng	15,800	0.98	0.87	0.76	12.1	14.3	14.0	34.8	12.5	1.10	0.98
STB	27,950	Mua vào	37,800	1.15	0.93	0.74	18.1	20.9	23.4	39.2	38.6	1.56	1.26
TCB	48,200	Mua vào	51,000	1.30	1.15	1.00	14.8	16.4	17.6	26.1	22.7	1.38	1.22
TPB	17,750	Nắm giữ	18,900	1.19	1.07	0.94	13.7	17.1	19.0	32.3	25.8	1.27	1.14
VCB	93,000	Tăng tỷ trọng	101,800	3.09	2.37	2.02	21.7	20.2	19.0	19.6	14.9	3.38	2.59
VIB	21,550	Tăng tỷ trọng	24,200	1.45	1.21	0.99	24.3	24.6	25.1	18.2	24.6	1.63	1.35
VPB	18,550	Tăng tỷ trọng	22,800	1.09	1.02	0.92	8.6	12.3	14.6	51.3	28.9	1.34	1.25
Bình quân ngành				1.49	1.25	1.07	18.4	18.5	19.1	22.8	21.4	1.64	1.38
Các NHTM có vốn Nhà nước				2.29	1.83	1.58	19.7	18.8	18.7	17.5	17.9	2.47	1.98
Các NHTM tư nhân				1.27	1.09	0.93	18.1	18.4	19.2	24.2	22.3	1.42	1.21

Nguồn: HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (nghìn tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Thu nhập lãi	52.5	69.1	70.5	93.3	115
Chi phí lãi	(16.5)	(30.5)	(28.1)	(35.4)	(45.7)
Thu nhập lãi thuần	36.0	38.7	42.4	57.9	69.3
Lãi thuần HĐ dịch vụ	4.14	4.09	4.36	5.15	6.16
Lãi thuần HĐ KDNH	1.70	1.21	1.53	1.80	2.16
Lãi/lỗ từ mua bán CK	1.46	0.84	2.80	1.58	1.99
Thu nhập từ góp vốn, mua cp	0.13	0.06	0.06	0.06	0.06
Thu nhập khác	2.14	2.43	2.53	2.47	3.27
Tổng thu nhập HĐ	45.6	47.3	53.7	69.0	82.9
Chi phí HĐ	(14.8)	(14.9)	(15.8)	(22.1)	(26.5)
LN trước dự phòng	30.8	32.4	37.8	46.8	56.4
Chi phí dự phòng	(8.05)	(6.09)	(9.23)	(14.5)	(17.2)
Lãi/lỗ từ Cty LD,LK	-	-	-	-	-
LNTT	22.7	26.3	28.6	32.3	39.2
Chi phí thuế TNDN	(4.57)	(5.25)	(5.73)	(6.46)	(7.84)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.67)	(0.38)	(0.49)	(0.57)	(0.69)
Lợi nhuận thuần	17.5	20.7	22.4	25.3	30.7
EPS (đồng)	3,114	3,683	3,950	4,412	5,347
DPS (đồng)	0	436	504	576	661
Slg CP bình quân (triệu đv)	5,195	5,195	5,241	5,295	5,304
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	5,195	5,195	5,287	5,304	5,304
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	5,195	5,195	5,287	5,304	5,304

Bảng cân đối kế toán (nghìn tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tài sản					
Tiền & tương đương tiền	3.74	3.68	4.04	5.09	6.21
Tiền gửi tại NHNN	39.7	66.3	23.9	43.3	52.8
Tiền gửi tại các TCTD khác	32.9	46.3	81.9	113	148
Chứng khoán kinh doanh	4.11	44.3	37.5	14.5	17.2
Các công cụ tài chính phái sinh	0.07	0.14	0	0	0
Số dư cho vay thuần	450	601	732	884	1,066
Tổng dư nợ cho vay	462	613	743	897	1,080
Dự phòng rủi ro	(12.0)	(11.5)	(11.6)	(12.8)	(14.5)
Chứng khoán đầu tư	160	148	170	248	294
CK đầu tư sẵn sàng để bán	155	143	165	239	284
CK đầu tư giữ đến ngày đáo hạn	5.48	5.39	6.25	9.20	10.9
Dự phòng rủi ro	(0.40)	(0.48)	(0.41)	(0.45)	(0.48)
Đầu tư dài hạn	0.63	0.62	0.59	0.59	0.59
Tài sản cố định	5.31	5.09	5.33	5.49	5.65
Tài sản khác	32.9	29.2	32.1	38.1	46.0
Tổng tài sản	729	945	1,087	1,351	1,637
Nợ phải trả	649	848	970	1,214	1,473
Tiền gửi của NHNN	0.03	0.01	3.90	3.90	3.90
Tiền gửi của các TCTD khác	65.1	99.8	100	122	145
Tổng tiền gửi KH	444	568	683	866	1,056
Trái phiếu và CCTG	96.6	126	125	153	186
Nợ khác	41.6	51.6	54.7	65.5	78.3
Vốn chủ sở hữu	75.9	92.7	112	133	158
Vốn điều lệ	45.3	52.1	61.0	70.1	80.7
Thặng dư vốn cổ phần	0.87	0.87	1.30	1.30	1.30
Lợi nhuận giữ lại	19.1	25.6	32.9	40.7	51.3
Quỹ & vốn khác của CSH	10.7	14.2	17.3	20.6	24.4
Lợi ích cổ đông thiểu số	3.66	3.97	4.47	5.04	5.73
Tổng nợ phải trả và vốn CSH	729	945	1,087	1,351	1,637
BVPS (đồng)	14,619	17,851	21,278	25,041	29,726

Chỉ số tăng trưởng, hiệu quả & định giá	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số tăng trưởng					
Tăng trưởng tổng TS (%)	20.0	29.7	15.1	24.3	21.1
Tăng trưởng cho vay KH (%)	27.0	32.8	21.3	20.6	20.5
Tăng trưởng huy động KH (%)	15.3	27.9	20.3	26.9	21.9
Tăng trưởng tiền gửi và CCTG (%)	19.6	28.5	16.4	26.1	21.9
Tăng trưởng VCSH (%)	27.5	22.1	21.3	18.1	18.7
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần (%)	37.5	7.39	9.56	36.6	19.6
Tăng/giảm chi phí hoạt động (%)	19.7	0.66	6.08	39.9	19.6
Tăng trưởng LN trước dự phòng (%)	25.3	5.25	16.8	23.8	20.5
Tăng trưởng LNTT (%)	37.5	15.7	8.74	12.9	21.4
Tăng trưởng LN thuần (%)	37.7	18.3	8.23	12.9	21.4
Chỉ số hiệu quả					
Tổng TN HĐ/Tổng TS BQ (%)	6.83	5.65	5.28	5.66	5.55
Chi phí/Tổng TS bình quân (%)	(2.22)	(1.78)	(1.56)	(1.81)	(1.77)
TS sinh lãi BQ/tổng TS BQ (%)	95.3	96.6	97.2	97.3	97.3
Tổng TN HĐ/nhân viên (tỷ đồng)	2.83	2.90	3.24	4.10	4.86
LN thuần/CN, Phòng GD (tỷ đồng)	58.5	69.2	74.8	84.5	103
Chỉ số định giá					
P/E (lần)	7.24	6.12	5.71	5.11	4.22
P/B (lần)	1.54	1.26	1.06	0.90	0.76
Lợi suất cổ tức (%)	0	1.94	2.24	2.55	2.93
Chỉ số lợi nhuận & chỉ số khác					
Chỉ số lợi nhuận					
TN thuần/Tổng TN HĐ (%)	38.3	43.7	41.7	36.6	37.0
ROAA (%)	2.62	2.47	2.20	2.07	2.05
ROAE (%)	25.8	24.5	21.8	20.6	21.1
Chi phí huy động BQ (%)	2.95	4.35	3.30	3.44	3.61
Lợi suất góp BQ (%)	8.25	8.56	7.14	7.86	7.91
Lợi suất thuần (%)	5.30	4.20	3.84	4.42	4.30
Tỷ lệ NIM (%)	5.66	4.79	4.29	4.88	4.76
TN lãi thuần/Tổng TN HĐ (%)	9.07	8.64	8.13	7.47	7.43
Lãi thuần HĐ DV/Tổng TN HĐ (%)	79.0	81.8	79.0	84.0	83.6
TN ngoài lãi khác/Tổng TN HĐ (%)	21.0	18.2	21.0	16.0	16.4
Tỷ lệ CIR (%)	32.5	31.5	29.5	32.1	31.9
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	11.8	12.8	13.1	12.4
Chỉ số an toàn vốn					
Hệ số CAR (%)	11.5	10.8	11.1	10.6	10.4
VCSH/Tổng TS (%)	10.4	9.81	10.3	9.83	9.63
Đòn bẩy vốn (lần)	9.59	10.2	9.66	10.2	10.4
Chỉ số chất lượng tài sản					
Tỷ lệ nợ xấu (%)	1.09	1.60	1.70	1.60	1.40
Hệ số LLR (%)	238	118	91.4	89.2	96.0
Chỉ số thanh khoản					
Hệ số LDR (%)	104	108	109	104	102
Vay liên NH/ Tổng huy động (%)	10.8	12.6	11.0	10.7	10.5
Dư nợ cho vay/ Tổng TS (%)	63.4	64.9	68.4	66.3	66.0
Quy mô					
Số chi nhánh, phòng GD	299	299	299	299	299
Số lượng nhân viên	16,136	16,324	16,568	16,816	17,068

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn